

# α与β 因素共振 20 年业绩喜人，21 年坚持业绩为王与龙头主线

——证券行业 2020 年年报前瞻



## 核心观点

- **市场活跃度中枢持续上移，上市券商 2020 年业绩同增 28%。**1)截至 2020 年末沪深 300 指数全年累计上涨 27.21%，创业板指数累计上涨 64.96%，日均股票成交额 9034.80 亿元，同比增加 61.36%。2) 138 家券商 2020 年合计实现净利润 1575.34 亿元，同比增长 27.98%。3) 券商间业绩增速分化加剧，ROE、杠杆率在券商间普遍提升。
- **活跃度高涨助推经纪收入大增近五成，创业板注册制持续推进，投行业务表现亮眼。**1) 受益于市场活跃度高涨，2020 年全行业经纪业务净收入同比增长 47.42%，佣金率持续小幅下行，基金投顾试点取得一定突破，代销金融产品收入大幅增长。2) IPO 规模创下近十年新高，再融资稳步增长近三成，2020 年全行业股权承销金额 1.69 万亿元，同比增长 9.96%，其中 IPO 规模继 2019 年大幅增加 84.19%之后，进一步大增 85.51%，创下自 2010 年之后的近十年新高。预计随着全面注册制改革的推进，券商投行业绩有望持续优异表现。
- **两融业务迎来黄金发展期，自营业务分化加剧下头部券商转型赢先机。**1) 截至 2020 年末，两融余额达到 1.62 万亿元，较年初增长 58.84%，其中融券余额达 1369.84 亿元，较年初增长 894.05%。融券余额更是突破千亿元，有望持续创 2015 年以来新高，两融业务加速发展的态势有望持续。2) 2020 年，134 家券商合计实现自营业务收入 1262.92 亿元，高基数下（2019 年自营收入 1221.60 亿元）同比增长 3.38%。头部券商转型，赢得先机。3) 券业资产管理规模由 17Q1 的 18.77 万亿下滑至 20Q3 的 9.50 万亿元，近四年累计下滑幅度达到 49.40%（在利润表数据验证下主要以通道业务为主）。受益于主动管理占比提升，2020 年券商实现资管业务收入 299.60 亿元，同增 8.88%。
- **高基数下，我们预计 2021 年券商业绩稳中有升。**鉴于 2020 年证券行业较高的业绩基数，我们对 2020 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2021 年整体净利润分别为 1510、1744、2000 亿元，增速为-4.13%、10.72%、26.96%。

## 投资建议与投资标的

- 当前证券 II(中信)PB 估值 1.76 倍，低于历史估值中枢 2.04，且板块低配幅度历史新高，具备向上的空间与动能，维持看好评级。
- **坚持龙头逻辑主线不变。**我们认为 21 年仍然会是资本市场改革的大年，行业将持续享有长期的政策面利好，龙头券商将获得更加明显的政策红利倾斜，长期龙头逻辑日趋强化，也必然是板块的投资主线。建议重点关注**华泰证券(601688, 增持)**、**中信证券(600030, 增持)**、**中金公司(601995, 增持)**、**招商证券(600999, 增持)**。
- **行业加剧分化下，业绩为王。**经历了连续两年行业大年，当前板块个股业绩基数较高，2021 年业绩分化大概率将加剧，也将使得基本面这一因素对股价表现的影响更大，建议关注估值与基本面存在明显背离现象的个股。**建议关注广发证券(000776, 增持)**、**兴业证券(601377, 未评级)**。

## 风险提示

- 市场持续下跌在内的系统性风险；
- 监管超预期收紧对券商业务形成冲击。

行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

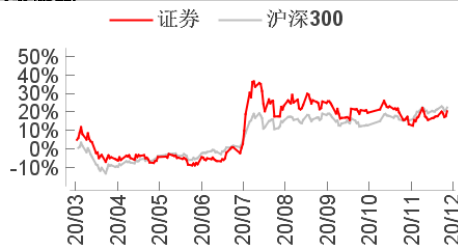
行业

证券行业

报告发布日期

2021 年 03 月 01 日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888\*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514060001

香港证监会牌照: BPU409

证券分析师

孙嘉庚

021-63325888\*6094

sunjiageng@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520080006

相关报告

融资端改革渐入佳境，投资端创新蓄势待 2020-12-03

发：——证券行业 2021 年年度策略

业绩增长提速+全面且确定政策利好，看好 2020-11-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目录

1. 结构性牛市行情下，2020 年业绩增长 28%.....	4
1.1. 2020 年市场现结构性行情，交投活跃度显著提升 .....	4
1.2. 2020 年券商业绩增长 28%，ROE 持续回升.....	5
1.3. 券商间业绩分化加剧，头部集中化趋势不改 .....	7
2. 经纪投行齐发力，自营投资分化明显 .....	8
2.1. 经纪：2020 全年市场活跃度高涨，助推收入大增近五成.....	8
2.2. 投行：创业板注册制改革再下一城，IPO 井喷式爆发 .....	10
2.3. 信用：两融规模加速增长，融券业务取得突破.....	14
2.4. 自营：小幅增长下，预计券商间表现分化加剧.....	16
2.5. 资管：规模持续下降，券商间主动管理转型分化显著 .....	18
3. 盈利预测：预计 21 年稳中有升.....	19
4. 投资建议：业绩为王，龙头主线 .....	21
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

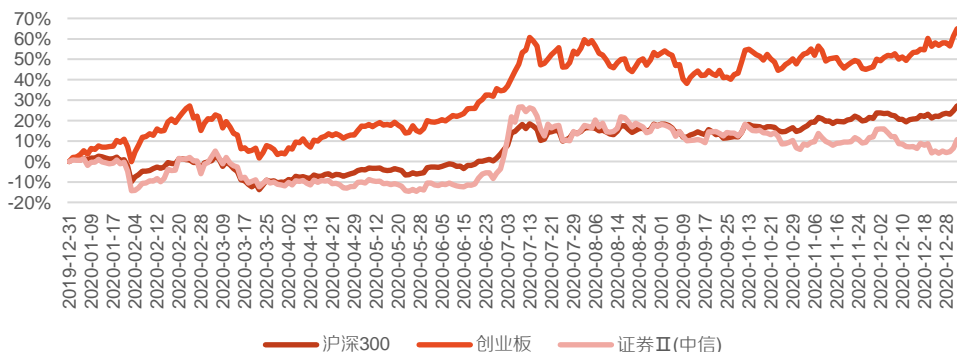
图 1: 2020 年沪深 300 指数、创业板指数、证券 II (中信) 指数走势 .....	4
图 2: 2018/01-2020/07 月度日均股票成交额 (亿元) .....	4
图 3: 2018/01-2021/01 月度上交所、深交所日均换手率 (%) .....	5
图 4: 2019 年 vs2020 年全行业各项业务收入 (亿元) 及增速 .....	5
图 5: 2012-2020 年证券行业各项业务收入占比情况 .....	6
图 6: 2012-2020 年证券行业净利润率变化情况 .....	6
图 7: 2020 年证券行业 ROE 继续回升 .....	7
图 8: 2020 年证券行业杠杆率小幅提升 .....	7
图 9: 2011-2020 年 A 股全市场双边股基成交额 .....	9
图 10: 2011-2020 全行业经纪业务平均佣金率 .....	9
图 11: 2012-2020 年首发募集资金规模及家数 .....	11
图 12: 2012-2020 年股权融资规模及增速 .....	11
图 13: 2012-2020 年券商债券承销 (企业债、公司债、ABS) 规模 .....	12
图 14: 2018/01-2021/01 全市场两融余额及融券余额占比 .....	15
图 15: 2018/01-2021/01 全市场股票质押市值 .....	15
图 16: 2013-2020 全部券商合计净资产 .....	18
图 17: 2017Q1-2020Q3 证券公司资产管理规模与主动管理占比 .....	19
图 18: 券商主动管理规模占比均呈现明显的增长趋势 (15 家) .....	19
表 1: 2020 年上市券商 (33 家) 预计净利润及增速 .....	7
表 2: 主要券商基金投顾产品基本情况 .....	10
表 3: 2020 年上市券商股权承销排名 (42 家, 合并口径) .....	12
表 4: 2020 年上市券商债券承销排名 (42 家, 合并口径) .....	13
表 5: 18 家上市券商 2020 年计提减值情况 .....	15
表 6: 券商科创板跟投排行榜 (亿元, 截至 2020 年 12 月 31 日) .....	16
表 7: 2020 年证券行业业绩弹性测算 .....	20

## 1. 结构性牛市行情下，2020 年业绩增长 28%

### 1.1. 2020 年市场现结构性行情，交投活跃度显著提升

**2020 年股市呈现结构性牛市行情，券商赢业绩、输表现。**2020 年 A 股市场呈现出明显的“龙头”结构性牛市行情，在消费、医药、科技板块的带领下，创业板指累计上涨 64.96%，而相比之下沪深 300 指数上涨 27.21%，证券 II（中信）累计上涨 10.77%，跑输大盘指数的同时，表现出了股价走势与基本面表现背离的现象。

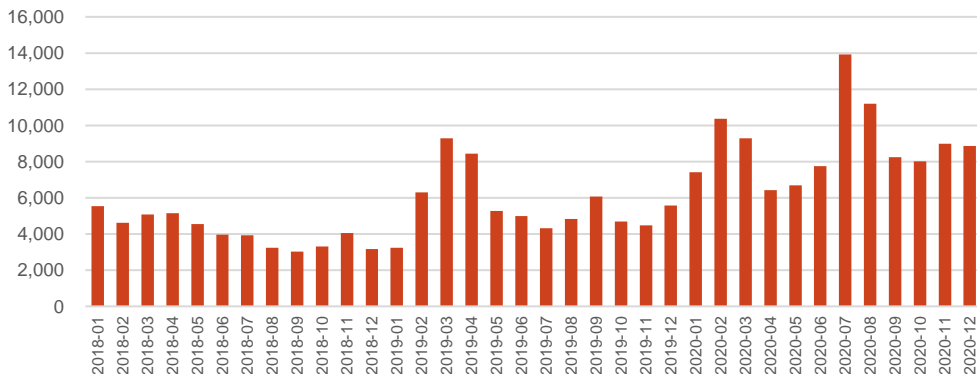
图 1：2020 年沪深 300 指数、创业板指数、证券 II（中信）指数走势



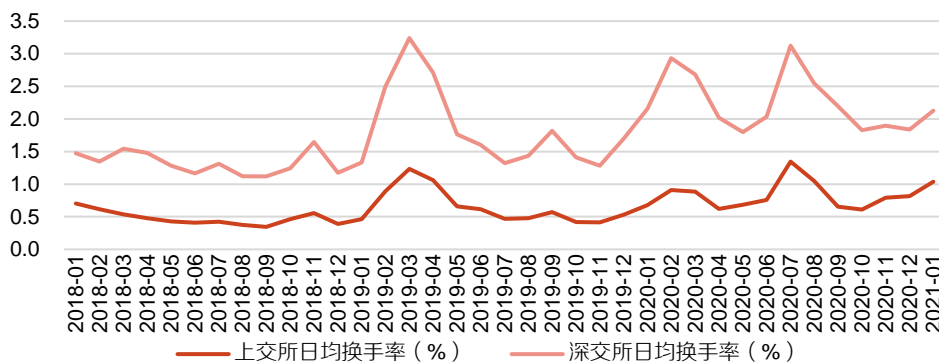
数据来源：WIND、东方证券研究所

**2020 年市场交投活跃度显著提升。**在流动性充足+宏观经济复苏+政策红利释放的共同作用下，2020 年市场交投活跃度较 19 年同期显著提升：1)2020 年日均股票成交额 9034.80 亿元，较 2019 年的 5599.31 亿元同比增加 61.36%；2)2020 年上证日均换手率 0.82%，深证日均换手率 2.25%，较 2019 年的 0.65%和 1.84%同比提升 25.62%和 22.29%。

图 2：2018/01-2020/07 月度日均股票成交额（亿元）



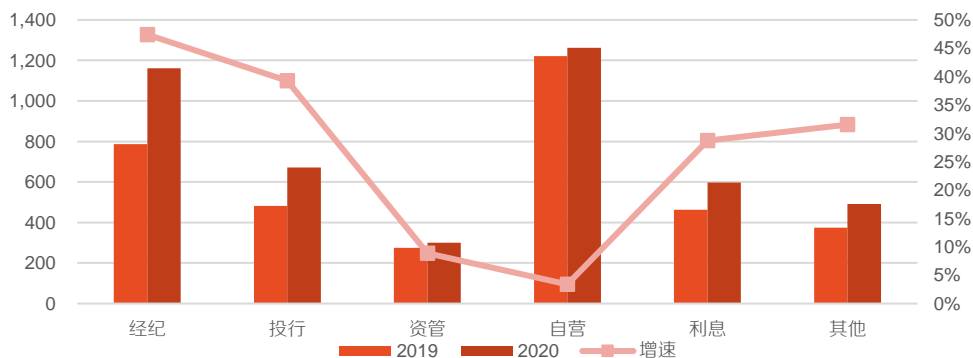
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 3：2018/01-2021/01 月度上交所、深交所日均换手率（%）**


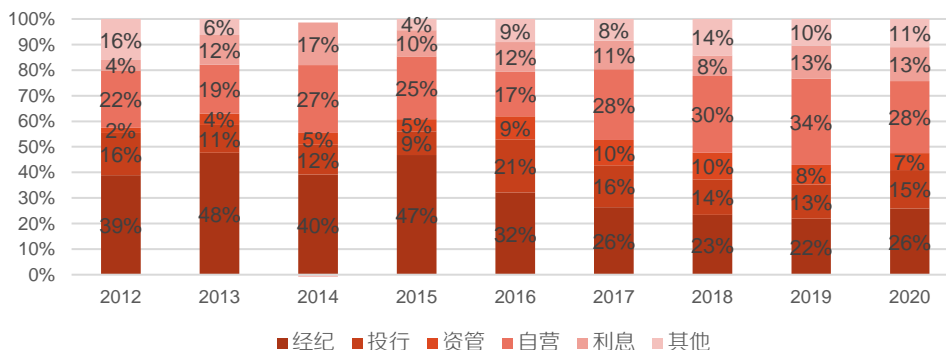
数据来源：WIND、东方证券研究所

## 1.2. 2020 年券商业绩增长 28%，ROE 持续回升

营业收入同比增长 24.41%，经纪与投行业务表现突出。2020 年证券行业经营数据显示：1) 134 家券商合计实现营业收入 4484.79 亿元，同比增长 24.41%。2) 各主营业务全线增长，其中经纪、投行、信用、资管、自营同比增速分别为 47.42%、39.25%、28.74%、8.88%、3.38%。3) 业务收入结构同比保持稳定，自营业务、经纪业务、投行业务、信用业务与资管业务收入占比分别达到 28.16%、25.89%、14.99%、13.31%、6.68%。

**图 4：2019 年 vs2020 年全行业各项业务收入（亿元）及增速**


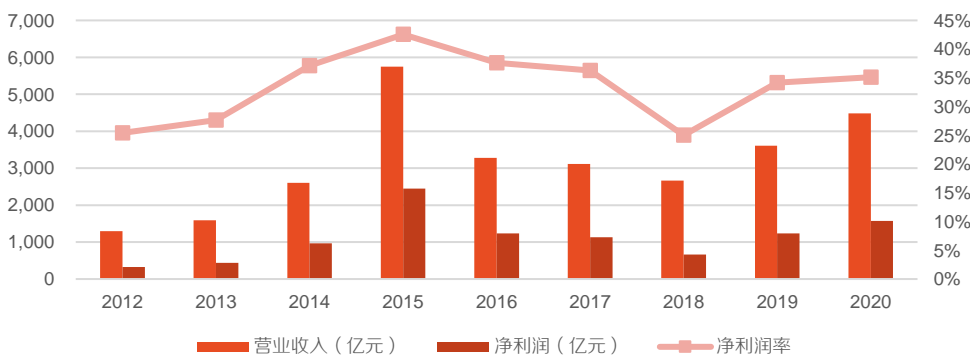
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 5：2012-2020 年证券行业各项业务收入占比情况**


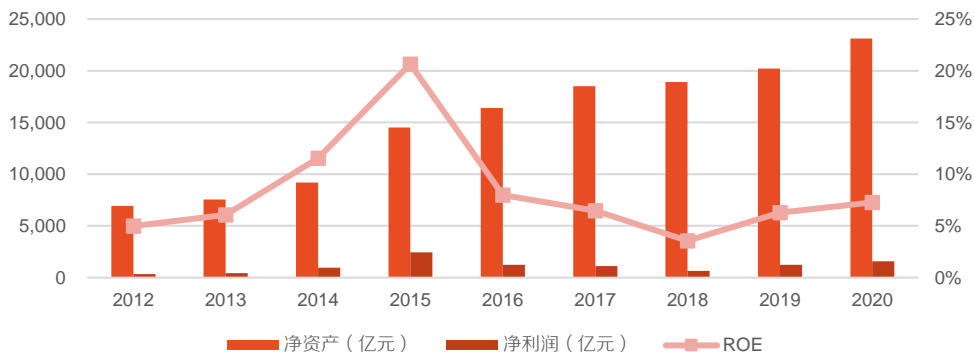
数据来源：WIND、东方证券研究所

**净利润增长 27.98%，净利润率回升至 35.13%。**1) 134 家券商 2020 年合计实现净利润 1575.34 亿元，同比增长 27.98%。2) 2020 证券行业的净利润率回升至 35.13%，达到 2017 年来的新高，如果剔除毛利率较低的其他业务收入（近年来收入占比快速提升，主要为大宗商品交易），实际的净利率水平更高。

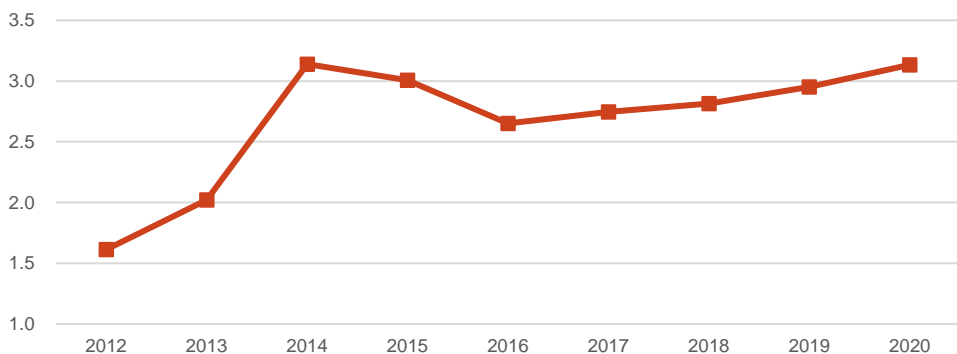
**ROE 回升至 7.28%，杠杆率创 15 年以后新高。**2020 年证券行业平均 ROE 为 7.28%，同比 2019 年提升近 15.56 个百分点，亦创下 2015 年以来的新高。但不难看出，随着各家券商纷纷补充资本金以及行业重资产化转型不断推进，行业整体 ROE 水平面临下行压力，券商亟需通过提升杠杆率、改善重资产业务结构等手段提升盈利效率。截至 2020 年底，行业权益乘数（剔除代理买卖证券款）较 2019 年提升 0.32 至 3.13 倍。

**图 6：2012-2020 年证券行业净利润率变化情况**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 7：2020 年证券行业 ROE 继续回升**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 8：2020 年证券行业杠杆率小幅提升**


数据来源：WIND、东方证券研究所

### 1.3. 券商间业绩分化加剧，头部集中化趋势不改

上市券商 2020 年业绩分化加剧，多数券商业绩实现高增。截至 2020 年 2 月 25 日，合计有 33 家上市券商发布了 2020 年业绩预告或业绩快报，其中，31 家实现业绩正增长，且增长幅度整体较大：1) 中信证券、国泰君安、广发证券、中信建投净利润分别为 148.97、111.02、100.42 和 95.09，排名前四；2) 33 家券商中，预计业绩同比增速超 50% 的有 18 家，其中华鑫股份、光大证券、东方财富、华创阳安和兴业证券低基数下业绩增速均超过 100%。

**表 1：2020 年上市券商（33 家）预计净利润及增速**

证券代码	证券简称	2020 年预期净利润 (亿元)	2020 年净利润同比增 速 (%)	报告披露类型
600030.SH	中信证券	148.97	21.82	业绩快报
601211.SH	国泰君安	111.02	28.54	业绩快报

000776.SZ	广发证券	100.42	33.20	业绩快报
601066.SH	中信建投	95.09	72.85	业绩快报
601995.SH	中金公司	68.28-75.52	61.08-78.18	业绩预告
601881.SH	中国银河	72.44	38.55	业绩快报
300059.SZ	东方财富	45-49	145.73-167.57	业绩预告
601377.SH	兴业证券	37-41	110.00-130.00	业绩预告
600958.SH	东方证券	27.23	11.82	业绩快报
600918.SH	中泰证券	27.21	20.95	业绩快报
601788.SH	光大证券	24.15	325.21	业绩预告
601108.SH	财通证券	22.49	20.08	业绩快报
000783.SZ	长江证券	20.84	25.09	业绩快报
601555.SH	东吴证券	16.50-17.20	59.09-65.84	业绩预告
601878.SH	浙商证券	16.27	68.18	业绩快报
002939.SZ	长城证券	14.49-15.87	46.00-60.00	业绩预告
601236.SH	红塔证券	14.10-14.97	68.36-78.78	业绩预告
000728.SZ	国元证券	13.60	48.75	业绩快报
000686.SZ	东北证券	13.25	31.56	业绩快报
002673.SZ	西部证券	10.01-11.41	63.99-86.93	业绩预告
601696.SH	中银证券	8.83	10.60	业绩快报
002945.SZ	华林证券	8.01-8.31	81.26-88.05	业绩预告
002797.SZ	第一创业	7.70-8.21	50.00-60.00	业绩预告
601990.SH	南京证券	8.10	14.14	业绩快报
002500.SZ	山西证券	7.40-8.05	45.00-57.75	业绩预告
000750.SZ	国海证券	7.27	49.09	业绩快报
600621.SH	华鑫股份	7.08	1002.00	业绩预告
600155.SH	华创阳安	6.58	152.71	业绩预告
601162.SH	天风证券	4.32-5.01	40.27-62.92	业绩预告
601375.SH	中原证券	0.96-1.14	64.79-95.70	业绩预告
002670.SZ	国盛金控	(4.5)-(2.5)	(572.66)-(362.59)	业绩预告
601099.SH	太平洋	(7.5)-(6.5)	(262.02)-(240.42)	业绩预告

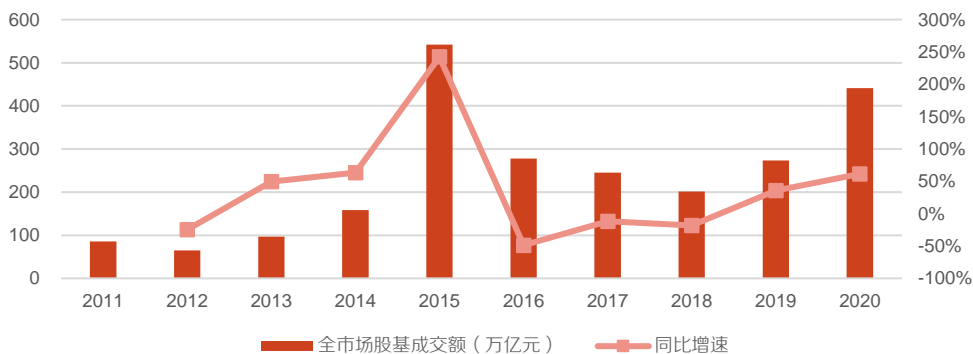
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2. 经纪投行齐发力，自营投资分化明显

### 2.1. 经纪：2020 全年市场活跃度高涨，助推收入大增近五成

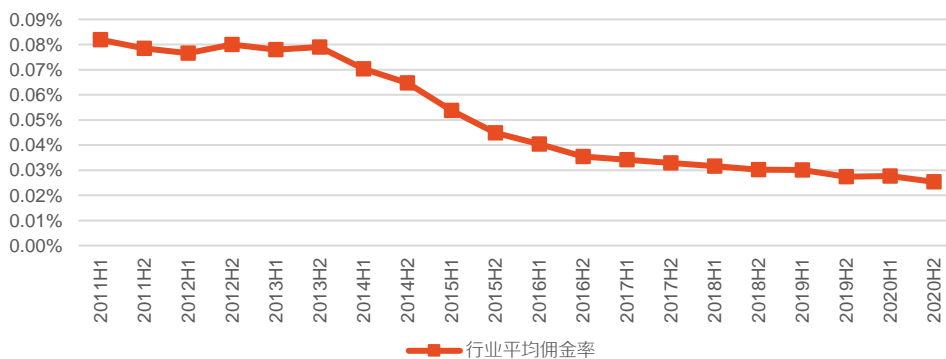
**2020 年 A 股市场股基成交额同比+61.36%**。继 2019 年增长 35.85% 之后，2020 年 A 股市场双边股基成交额进一步大增 61.36% 至 441.90 万亿元，创造了仅次于 2015 年的 541.73 万亿元的历史第二高记录。



**图 9：2011-2020 年 A 股全市场双边股基成交额**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**全行业经纪业务净收入同比增长 47.42%，佣金率持续小幅下行。**2020 年全部 138 家券商合计实现代理买卖证券业务（含交易席位租赁）净收入 1161.10 亿元，同比增长 47.42%，叠加代销金融产品净收入的 134.38 亿元，证券行业共实现证券经纪业务收入 1295.48 亿元，收入贡献度高达 28.89%，重夺五大主营业务第一位。值得注意的是，行业佣金率仍在持续小幅下滑趋势，继 2019 年首次跌破万三之后，2020 年行业平均经纪佣金率进一步下滑至万分之 2.63，其中下半年仅为万分之 2.54，我们预计未来几年行业经纪佣金率仍将维持小幅下滑的态势，但是下降空间愈发缩小，且券商间佣金率的变化趋势也将逐渐分化。

**图 10：2011-2020 全行业经纪业务平均佣金率**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**基金投顾试点取得一定突破，代销金融产品收入大幅增长。**截至目前，共有 18 家机构，包括 5 家基金公司、3 家第三方销售机构、7 家券商及 3 家银行，获得了基金投顾业务的试点资格。不

难看出，基金投顾领域不是任何一类金融机构的独角戏，相反地，4类机构呈现各有千秋、群雄逐鹿的竞争格局。

**券商在基金投顾业务上无明显短板，各方面实力最为全面与均衡。**在四类机构中，券商的在各层面的实力相对均衡。在策略层面，券商依托其多年经营的研究所，在投研能力上建立了稳固的护城河。同时在服务端，券商可以通过规模较大的投顾团队，将即有投研成果进行有效转化。在线下渠道方面，券商线下网点数量仅次于银行，强于公募基金公司及第三方销售机构；在线上渠道方面，券商依托其布局多年的移动端证券服务平台，可以提供线上智能投顾及人工投顾。此外，券商也具备一定的高端客户积累。因此，多元的获客渠道、全面的服务覆盖能力全面、稳定的投研水平共同构成券商在投顾业务上的竞争实力。券商有望借助其更加全面而均衡的实力，最大化与其他机构的合作力度与广度，力求在基金投顾领域取得主导地位。

**表 2：主要券商基金投顾产品基本情况**

	国联证券	中国银河	国泰君安	中信建投	华泰证券
智能投顾名称	基金投顾	财富星——基金管家	君享投	蜻蜓管家	涨乐星投
主要产品及特点	追求稳健（睿稳健）、追求增值（睿平衡）、追求收益（睿进取）等	安心投、稳健投、灵活投、进取投	流动性理财（月月盈、季季盈）、理财增值（钻石精选组合）、主题投资（新基建组合）	追求流动性（安鑫添益）、追求报纸（称心均衡）、追求增值（步步为营、价值典范）、追求高收益（勇攀高峰）	打造出 10 余个不同风险层级的组合策略，对应“打理闲钱”、“跑赢通胀”、“追求收益”三大类投资需求场景
投资门槛	10000 元	1000 元	1000 元	10000 元	1000 元-1 万元不等
投资费用率	0.6%-0.9%/年（折后）	0.32-1.2%/年（折后）	0.4%/年起，每日计提，按月支付	0.3%-1.5%/年	阶梯式收取账户管理费

数据来源：WIND、东方证券研究所

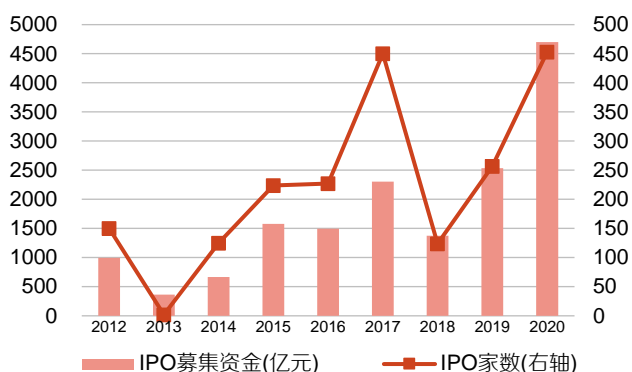
在基金投顾试点的引领之下，券商持续探索差异化发展路径，加快财富管理业务转型，为投资者提供多样化的财富管理服务，证券行业财富管理业务快速发展。2020 年，券商实现代理销售金融产品净收入 134.38 亿元，同比增长 148.76%；实现投资咨询业务净收入 48.03 亿元，同比增长 26.93%，券商服务居民财富管理能力进一步提升，财富管理转型初见成效。

## 2.2. 投行：创业板注册制改革再下一城，IPO 井喷式爆发

**IPO 规模创下近十年新高，再融资稳步增长近三成。**2020 年全行业股权承销金额 1.69 万亿元，同比增长 9.96%，其中 IPO 规模继 2019 年大幅增加 84.19%之后，进一步大增 85.51%，创下自 2010 年之后的近十年新高。科创板与创业板注册制改革贡献颇丰。随着 A 股全面注册制改革

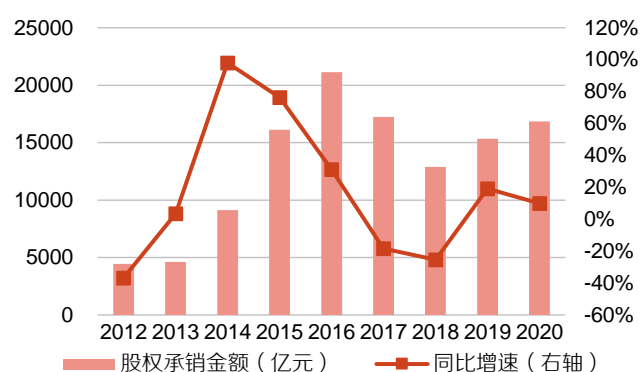
的持续推进与深入，A股市场的上市与退市通道有望进一步大通，实现常态化。2020年全行业再融资（增发+配股）规模在新规的影响之下触底反弹，达到8960.57亿元，同比增长29.17%。随着A股注册制改革的触角延伸至再融资业务领域，我们预计未来几年A股再融资规模有望维持稳步增长态势。

图 11：2012-2020 年首发募集资金规模及家数



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 12：2012-2020 年股权融资规模及增速



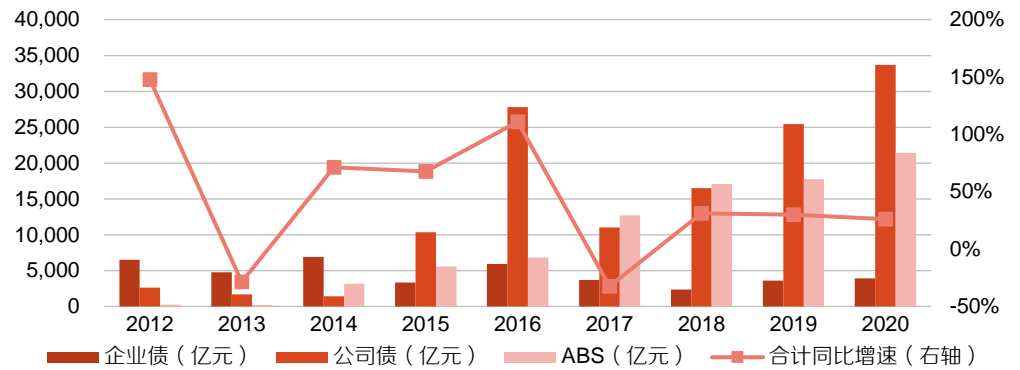
数据来源：WIND、东方证券研究所

**债权承销规模同比增长 26.17%，续创历史新高。** 债权承销方面，2020年券商主承的公司债、企业债、ABS 承销规模达 5.90 万亿元，高基数下同比增加 26.17%，继 2019 年之后续创历史新高。在股债承销的双重加持下，2020 年 138 家券商合计实现投行业务收入 672.11 亿元，同比增长 39.25%，其中实现承销保荐收入 590.88 亿元，同比增长 56.55%，为券商 2020 年增速最高的业务。

**注册制改革下，股权承销市场集中度持续提升。** 2020 年全市场首发融资与再融资（增发、配股）规模合计为 1.37 万亿元，同比增长 44.24%。上市券商中，中信证券 2020 年股权融资（首发+再融资）金额排名全行业第一，合计承销金额 3179.62 亿元，市场份额高达 18.86%，中信建投、中金公司、华泰证券市场份额分别达到 13.92%、8.55%、8.40%，排名二到四位，值得注意的是 CR4 高达 49.73%。IPO 业务方面，中信建投 2020 年规模 836.57 亿元，市场份额达 17.80%，CR4 亦高达 50.61%。

**债权融资规模快速增长，中信建投、中信证券排名前二。** 2020 年券商承销企业债规模达 3926.39 亿元，同比增长 9.40%，承销公司债规模达 3.37 万亿元，同比增长 32.43%，ABS 规模达 2.14 万亿元，同比增长 20.59%。上市券商中，中信建投、中信证券债券承销（公司债、企业债、ABS）规模位居前二，分别为 6267.58 亿元、6241.46 亿元，市场份额分别为 10.62%、10.58%，大幅领先于其他券商。

图 13：2012-2020 年券商债券承销（企业债、公司债、ABS）规模



数据来源：WIND、东方证券研究所

表 3：2020 年上市券商股权承销排名（42 家，合并口径）

券商简称	承销金额 (亿元)					承销家数			
	市场份额	合计	IPO	增发	配股	合计	IPO	增发	配股
中信证券	18.86%	3,179.62	444.94	1,920.97	219.35	161	39	68	5
中信建投	13.92%	2,346.19	836.57	1,138.89	41.98	101	39	30	2
中金公司	8.55%	1,440.41	488.98	817.94	0.00	60	30	23	0
华泰证券	8.40%	1,416.13	240.26	1,003.17	14.66	78	21	45	1
国泰君安	5.66%	954.07	216.86	391.57	19.97	72	22	26	1
海通证券	5.64%	951.10	607.79	224.47	2.34	64	25	22	1
招商证券	3.55%	598.22	142.66	286.26	0.00	47	17	17	0
中国银河	2.48%	418.23	72.69	294.22	19.62	17	5	8	1
申万宏源	2.44%	411.79	63.48	271.18	0.00	26	7	12	0
国信证券	1.80%	303.13	86.04	105.47	3.39	31	12	9	1
国金证券	1.53%	258.27	164.34	58.37	0.00	34	19	8	0
东方证券	1.33%	223.73	93.33	90.04	0.00	29	10	12	0
光大证券	1.23%	206.85	107.55	33.17	0.00	35	18	7	0
兴业证券	1.21%	204.37	89.33	47.64	46.72	29	13	8	2
东兴证券	1.21%	203.75	94.49	54.62	0.00	26	12	6	0
华西证券	1.13%	190.88	20.85	165.97	0.00	10	3	6	0
中泰证券	0.91%	153.48	16.55	116.13	0.00	17	3	9	0
浙商证券	0.90%	152.40	40.93	62.00	0.00	15	7	3	0
国元证券	0.83%	140.58	51.57	17.98	0.00	17	9	3	0
华鑫证券	0.83%	140.50	8.45	67.95	14.66	9	3	3	1
东吴证券	0.83%	139.82	53.54	81.10	0.00	19	10	7	0
第一创业	0.69%	116.43	18.77	64.93	0.00	11	2	7	0
山西证券	0.68%	113.83	21.94	69.06	11.89	17	5	9	1
中原证券	0.65%	110.34	0.00	90.34	5.83	7	0	4	1

天风证券	0.60%	100.48	9.40	70.32	0.00	11	2	5	0
长江证券	0.53%	89.52	38.02	31.50	0.00	12	6	2	0
东北证券	0.50%	85.11	0.00	49.18	29.94	4	0	2	1
华创证券	0.49%	82.34	17.87	59.98	0.00	13	4	7	0
南京证券	0.46%	77.16	12.36	34.86	29.94	5	3	1	1
财通证券	0.43%	72.13	30.92	9.94	0.00	11	4	3	0
方正证券	0.40%	68.05	9.85	32.87	0.00	7	2	3	0
西部证券	0.39%	65.50	57.50	0.00	0.00	9	8	0	0
中银证券	0.34%	58.00	25.57	13.42	2.72	7	3	2	1
广发证券	0.28%	47.18	44.28	0.00	0.00	9	8	0	0
红塔证券	0.25%	42.22	9.66	20.27	0.00	5	1	1	0
国联证券	0.22%	37.33	15.18	11.80	0.00	8	3	3	0
华林证券	0.20%	33.47	16.89	0.00	0.00	7	3	0	0
长城证券	0.15%	25.54	2.03	15.42	0.00	5	1	2	0
华安证券	0.09%	14.88	8.43	0.00	0.00	4	2	0	0
国海证券	0.07%	11.06	4.46	6.60	0.00	2	1	1	0
西南证券	0.03%	5.67	0.00	5.67	0.00	2	0	2	0
太平洋	0.02%	3.53	0.00	3.53	0.00	3	0	3	0
<b>上市券商</b>	<b>90.73%</b>	<b>15,293.31</b>	<b>4,284.36</b>	<b>7,838.80</b>	<b>463.00</b>	<b>1056</b>	<b>382</b>	<b>389</b>	<b>20</b>
<b>行业合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>16,856.67</b>	<b>4,699.63</b>	<b>8,447.60</b>	<b>512.97</b>	<b>1258</b>	<b>453</b>	<b>459</b>	<b>26</b>

数据来源：WIND、东方证券研究所

**表 4：2020 年上市券商债券承销排名（42 家，合并口径）**

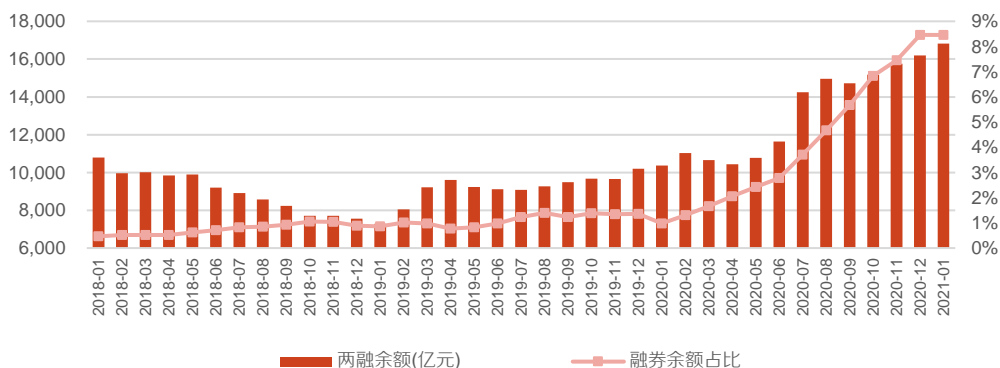
券商名称	市场份额 (%)	总承销金额(亿元)	公司债(亿元)	企业债(亿元)	ABS(亿元)
中信建投	10.62%	6,267.58	4,017.19	305.81	1,944.57
中信证券	10.58%	6,241.46	2,821.53	270.09	3,149.84
中金公司	6.57%	3,877.47	1,460.38	21.20	2,395.90
国泰君安	5.72%	3,375.66	1,734.69	202.18	1,438.79
华泰证券	4.54%	2,680.42	1,161.45	141.24	1,377.73
海通证券	4.44%	2,619.70	1,493.95	397.27	728.49
招商证券	3.81%	2,248.62	487.95	6.25	1,754.42
光大证券	3.38%	1,993.96	587.41	25.64	1,380.91
天风证券	2.16%	1,276.68	747.00	189.90	339.78
中泰证券	2.14%	1,263.38	919.41	32.30	311.68
国信证券	1.91%	1,125.07	807.72	104.15	213.20
申万宏源	1.62%	956.82	572.68	72.16	311.97
浙商证券	1.54%	910.74	875.09	32.49	3.16
兴业证券	1.46%	864.06	515.36	59.76	288.94
国金证券	1.44%	852.42	701.42	41.04	109.96

方正证券	1.22%	718.48	596.57	84.10	37.81
中银证券	1.17%	690.65	292.89	15.05	382.71
东兴证券	1.03%	607.46	303.49	0.00	303.97
东吴证券	0.99%	583.28	513.00	35.30	34.99
财通证券	0.94%	557.56	521.06	33.00	3.50
东方证券	0.89%	526.46	378.81	75.73	71.93
长江证券	0.80%	472.58	252.92	186.13	33.53
长城证券	0.71%	418.50	280.09	26.50	111.91
广发证券	0.68%	401.38	161.18	121.55	118.66
华西证券	0.64%	375.21	211.67	19.40	144.14
山西证券	0.54%	319.69	297.13	4.20	18.36
中国银河	0.53%	310.51	240.21	25.50	44.79
国海证券	0.49%	288.29	236.56	46.00	5.73
华创证券	0.38%	223.66	153.17	7.50	63.00
西南证券	0.32%	190.67	180.47	3.50	6.70
太平洋	0.27%	159.96	147.64	6.00	6.32
第一创业	0.23%	135.44	105.13	0.00	30.31
国元证券	0.21%	124.43	91.18	31.10	2.15
中原证券	0.20%	118.50	110.50	8.00	0.00
西部证券	0.18%	107.63	79.00	11.75	16.88
华安证券	0.14%	80.32	32.29	18.00	30.03
南京证券	0.10%	60.38	34.31	24.07	2.00
东北证券	0.09%	54.31	54.31	0.00	0.00
华鑫证券	0.07%	42.12	15.30	0.00	26.82
红塔证券	0.07%	39.78	33.00	3.00	3.78
国联证券	0.01%	7.17	0.00	0.00	7.17
华林证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>上市券商</b>	<b>74.84%</b>	<b>44,168.47</b>	<b>24,225.08</b>	<b>2,686.88</b>	<b>17,256.51</b>
<b>行业合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>59,019.51</b>	<b>33,695.12</b>	<b>3,926.39</b>	<b>21,398.00</b>

数据来源：WIND、东方证券研究所

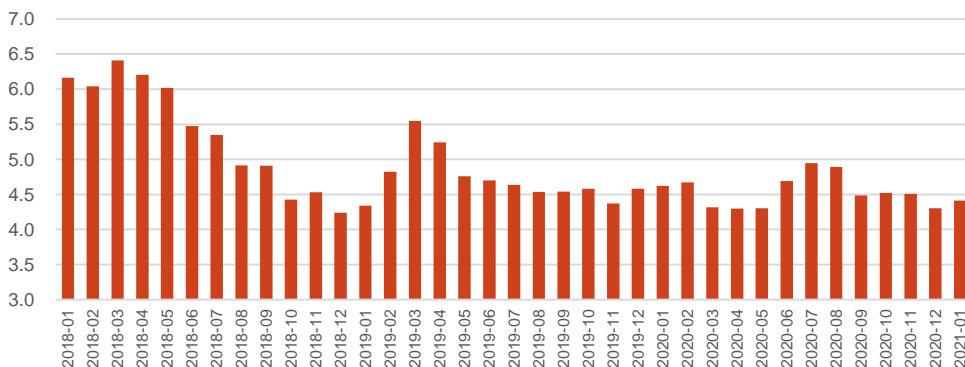
### 2.3. 信用：两融规模加速增长，融券业务取得突破

**2020年两融业务迎来黄金发展期，两融余额持续快速提升。**2020，随着两融标的的持续扩容、市场流动性的充裕以及风险偏好的持续高企，A股市场两融规模持续增长。截至2020年末，两融余额达到1.62万亿元，较年初增长58.84%，其中融券余额达1369.84亿元，较年初增长894.05%。融券余额更是突破千亿元，有望持续创2015年以来新高。

**图 14：2018/01-2021/01 全市场两融余额及融券余额占比**


数据来源：WIND、东方证券研究所

券商新增股票质押业务态度谨慎，股票质押参考市值低位徘徊。股票质押风险持续暴露之下，当前券商对新增股票质押业务普遍较为谨慎，叠加股质业务监管日益趋严，2020 年全市场股票质押市值一直在 4.55 万亿左右低位徘徊，截至 2020 年末股票质押参考市值为 4.30 万亿。

**图 15：2018/01-2021/01 全市场股票质押市值**


数据来源：WIND、东方证券研究所

结构牛市下，股票质押业务风险仍较高，中小市值股票表现较差，带来较大股票质押减值风险，多家上市券商大幅计提信用减值。2020 年，多家上市券商大幅计提信用减值损失，18 家券商共计计提减值超 200 亿元。计提信用减值规模最大的券商是中信证券，前三季度计提各项信用减值损失 50.27 亿，主要针对买入返售金融资产。

**表 5：18 家上市券商 2020 年计提减值情况**

证券公司	计提金额（亿元）	计提减值准备事项
中信证券	50.27（前三季度）	买入返售金融资产计提减值 35.18 亿元

东方证券	38.82	买入返售金融资产计提减值 36.97 亿元
光大证券	22.47	子公司 MPS 事项计提减值 15.5 亿元
中信建投	13.19	买入返售金融资产计提减值 9.89 亿元
国泰君安	13.12	买入返售金融资产计提减值 6.17 亿元
太平洋	11.7	应收账款计提减值 4.42 亿元
方正证券	8.01	买入返售金融资产计提减值 2.7 亿元
兴业证券	6.14	融出资金计提减值 4.42 亿元
中国银河	6.01	买入返售金融资产计提减值 3.14 亿元
国海证券	5.68	买入返售金融资产计提减值 3.92 亿元
国元证券	4.92	买入返售金融资产计提减值 4.23 亿元
天风证券	4.89	其他资产计提减值 2.25 亿元
长江证券	4.69	买入返售金融资产计提减值 2.47 亿元
财通证券	4.67	融出资金计提减值 4.5 亿元
中原证券	3.08	其他债权投资计提减值 0.73 亿元
西部证券	2.62	买入返售金融资产计提减值 1.62 亿元
中银证券	2.13	融出资金计提减值 3.87 亿元
南京证券	0.92	融出资金计提减值 0.83 亿元

数据来源：公司公告、东方证券研究所

**券商 2020 年信用业务收入提升较大。**受益于两融业务的提振、流动性改善带来的资金成本的下降，2020 年券商合计实现利息净收入 596.93 亿元，同比增长 28.74%，保持较快增速，2020 年利息净收入占营业收入比重增加至 13.31%。

## 2.4. 自营：小幅增长下，预计券商间表现分化加剧

**自营收入同比增长 3.38%，收入贡献占比略有下滑。**2020 年，A 股市场呈现出明显的“龙头效应”结构性牛市行情，券商自营投资表现分化明显。2020 年，138 家券商合计实现自营业务收入 1262.92 亿元，高基数下（2019 年自营收入 1221.60 亿元）同比增长 3.38%。由于其他业务表现优异，券商自营业务收入占总营收比重同比有所下滑，较 2019 年下滑 5.73 个百分点至 28.16%。

**科创板项目跟投贡献增量投资收益。**作为保荐机构，券商对科创板项目的跟投也为券商带来了增量贡献。截至 2020 年末，43 家券商科创板项目跟投资金投入达到 111.52 亿元，较 2019 年的 26.14 亿元提升了 85.38 亿元，实现跟投浮盈 122.60 亿元，累计收益率 133.38%。

**表 6：券商科创板跟投排行榜（亿元，截至 2020 年 12 月 31 日）**

券商简称	家数	初始投入资金	2019 年浮动收益	2020 年浮动收益	累计浮动收益	累计收益率
中金公司	18	20.19	4.13	22.78	26.91	133.33%
海通证券	12	14.79	1.39	21.28	22.67	153.29%

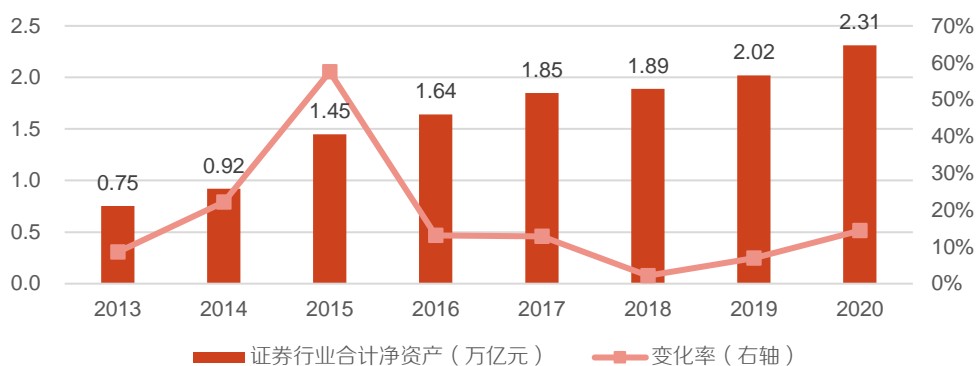


中信证券	23	12.72	3.66	14.66	18.32	144.09%
中信建投	20	8.98	2.50	9.27	11.78	131.10%
华泰证券	18	8.69	1.77	7.46	9.23	106.26%
国泰君安	12	5.21	2.35	9.05	11.40	218.87%
招商证券	9	4.06	0.88	4.89	5.77	141.98%
国信证券	9	3.08	1.70	3.38	5.09	165.03%
民生证券	10	2.73	0.96	1.87	2.83	103.58%
光大证券	7	2.29	-	4.10	4.10	178.86%
兴业证券	5	2.11	0.26	0.58	0.84	39.81%
东兴证券	5	1.97	0.70	3.19	3.89	197.81%
安信证券	6	1.96	1.06	1.64	2.70	137.62%
广发证券	6	1.77	0.67	1.73	2.40	135.60%
国金证券	4	1.44	0.01	0.57	0.57	39.75%
申万宏源	4	1.37	0.62	2.36	2.98	216.96%
西部证券	3	1.34	-	1.72	1.72	128.25%
长江证券	3	1.31	0.06	0.34	0.39	30.19%
申港证券	3	1.29	-	0.30	0.30	23.26%
瑞银证券	2	1.20	0.00	-0.04	-0.03	-2.53%
东方证券	4	1.11	0.09	0.91	1.00	89.95%
国元证券	3	0.94	-	2.02	2.02	214.59%
中天国富	2	0.91	0.03	0.27	0.30	33.33%
东吴证券	3	0.85	0.15	1.14	1.29	152.06%
中国银河	2	0.78	-	0.67	0.67	85.43%
东莞证券	3	0.77	0.20	0.58	0.78	100.59%
浙商证券	3	0.75	-	0.61	0.61	80.62%
华安证券	2	0.64	0.10	0.33	0.43	68.04%
山西证券	2	0.63	0.21	0.08	0.30	47.07%
南京证券	1	0.60	1.24	0.27	1.50	250.83%
天风证券	2	0.59	0.30	-0.02	0.27	45.60%
英大证券	1	0.52	-0.03	0.24	0.21	41.11%
中泰证券	2	0.51	-	0.14	0.14	26.44%
方正证券	2	0.44	0.26	-0.13	0.13	30.19%
首创证券	1	0.42	-	0.09	0.09	22.03%
中航证券	1	0.41	-	0.84	0.84	202.34%
华菁证券	1	0.40	0.87	0.90	1.77	443.37%
华林证券	1	0.40	-	0.93	0.93	233.92%
德邦证券	1	0.34	-	0.48	0.48	140.72%
中山证券	1	0.29	-	0.28	0.28	95.26%
信达证券	1	0.29	-	0.69	0.69	241.49%

华创证券	1	0.23	-	0.08	0.08	35.53%
平安证券	1	0.19	-	0.06	0.06	32.08%
总计	220	111.52	26.14	122.60	148.75	133.38%

数据来源：WIND、东方证券研究所

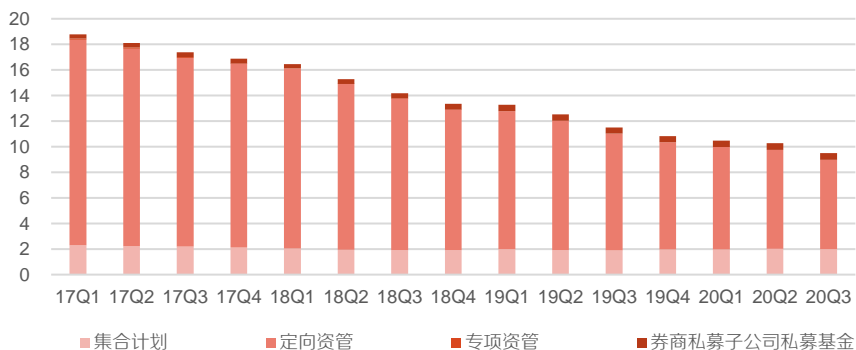
**券商净资产增长提速，资本实力不断提升。**2020年末，证券行业全部138家券商的净资产为2.31万亿元，较2019年末增长14.36%，明显高于去年同期6.88%的增速，主要受益于业绩的提升以及券商主动补强资本实力。

**图 16：2013-2020 全部券商合计净资产**


数据来源：WIND、东方证券研究所

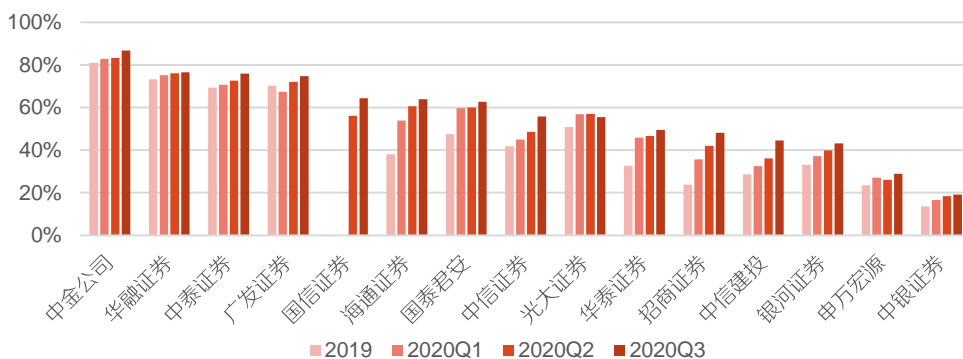
## 2.5. 资管：规模持续下降，券商间主动管理转型分化显著

**资管新规影响持续，券业私募资产管理规模下降，主动管理规模占比提升助力资管业务收入增长。**虽然受疫情影响资管新规过渡期延长一年，其对于证券行业资管规模的影响持续加深。据中基协，全行业资产管理规模由17Q1的18.77万亿元快速下滑至20Q3的9.50万亿元，近四年累计下滑幅度达到49.40%（利润表数据验证下，规模下滑的主要为通道业务）。按照《资管新规》的要求，各家券商主动压缩通道类资产管理规模。相对地，主动管理类资产管理规模占比由17Q1的13.89%提升至20Q3的26.54%（20Q4的数据未披露）。受益于主动管理规模占比的提升，2020年，134家券商合计实现资产管理业务收入299.60亿元，同比增长8.88%。

**图 17：2017Q1-2020Q3 证券公司资产管理规模（万亿元）与主动管理占比**


数据来源：WIND、东方证券研究所

券商间主动管理占比分化较大，部分券商抢占转型先机。截至 2020Q3，资管规模排名前列的券商中，排名前四的公司是中金公司、华融证券、中泰证券、广发证券，主动管理规模占比分别为 86.76%、76.49%、76.00%和 74.81%；海通证券、招商证券、华泰证券、中信建投和国泰君安占比提升速度较快，截至 20Q3 分别比 2019 年提升了 25.83%、24.27%、16.72%、15.97%和 15.18%；相比之下，中银证券、申万宏源、银河证券主动管理规模仍然较小，提升速度有待提高。说明各家券商在主动管理转型方面出现了分化，部分券商已取得转型先机。

**图 18：券商主动管理规模占比均呈现明显的增长趋势（15 家）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

### 3. 盈利预测：预计 21 年稳中有升

鉴于 2020 年证券行业较高的业绩基数，我们对 2020 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2021 年整体净利润分别为 1510、1744、2000 亿元，增速为-4.13%、10.72%、26.96%。

**表 7：2020 年证券行业业绩弹性测算**

证券行业业绩测算 单位：亿元		2018 实际	2019 实际	2020 实际	2021E		
					悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	4,116	5,580	9,035	9,000	10,000	11,000
	净佣金率	0.031%	0.029%	0.026%	0.024%	0.025%	0.026%
	<b>经纪业务净收入</b>	<b>623</b>	<b>788</b>	<b>1,161</b>	<b>1,054</b>	<b>1,220</b>	<b>1,396</b>
投行业务	IPO 募资规模	1,375	2,533	4,700	4,200	4,700	5,000
	再融资规模	7,556	6,937	8,961	9,857	11,201	13,441
	债权承销规模	35,944	46,777	59,020	67,872	70,823	73,774
	并购重组规模	4,286	5,334	3,476	4,171	4,519	4,867
	IPO 承销收入	55	101	235	210	235	250
	再融资承销收入	42	38	49	54	62	74
	债权承销收入	162	238	307	353	368	383
	承销保荐收入	258	377	591	617	665	707
	财务顾问收入	112	105	81	97	106	114
	<b>投行业务净收入</b>	<b>370</b>	<b>483</b>	<b>672</b>	<b>714</b>	<b>770</b>	<b>821</b>
信用业务	两融平均规模	9,030	9,153	12,995	16,000	17,000	18,000
	股票质押融出资金	9,701	8,499	8,184	7,800	8,200	8,600
	净利率	1.15%	2.63%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%
	<b>总利息净收入</b>	<b>215</b>	<b>464</b>	<b>597</b>	<b>671</b>	<b>710</b>	<b>750</b>
	权益类占比	10.00%	15.00%	15.00%	12.50%	15.00%	17.50%
	沪深 300 涨幅	-25.31%	36.07%	27.21%	-5.00%	5.00%	15.00%
	规模系数	1.30	1.24	1.05	1.05	1.15	1.25
自营业务	自营收入增速	-7.05%	52.65%	3.38%	-9.77%	5.75%	23.25%
	<b>自营业务净收入</b>	<b>800</b>	<b>1,222</b>	<b>1,263</b>	<b>1,139</b>	<b>1,336</b>	<b>1,557</b>
资管业务	券商资管平均规模	148,175	120,363	98,693	93,000	95,000	97,000
	资管综合费率	0.19%	0.23%	0.30%	0.32%	0.35%	0.38%
	<b>资管业务净收入</b>	<b>275</b>	<b>275</b>	<b>300</b>	<b>298</b>	<b>333</b>	<b>369</b>
其它业务净收入	<b>379</b>	<b>374</b>	<b>492</b>	<b>566</b>	<b>615</b>	<b>664</b>	
营业总收入	<b>2,663</b>	<b>3,605</b>	<b>4,485</b>	<b>4,442</b>	<b>4,984</b>	<b>5,556</b>	
净利润率(%)	<b>25.02</b>	<b>34.15</b>	<b>35.13</b>	<b>34.00</b>	<b>35.00</b>	<b>36.00</b>	
净利润	<b>666</b>	<b>1,231</b>	<b>1,575</b>	<b>1,510</b>	<b>1,744</b>	<b>2,000</b>	
净利润同比增速(%)	<b>(41.04)</b>	<b>84.77</b>	<b>27.98</b>	<b>(4.13)</b>	<b>10.72</b>	<b>26.96</b>	

数据来源：WIND、东方证券研究所

## 4. 投资建议：业绩为王，龙头主线

1) 当前证券 II(中信)PB 估值 1.76 倍，低于历史估值中枢 2.04，且板块低配幅度历史新高，具备向上的空间与动能，维持看好评级。

2) 行业加剧分化下，业绩为王。经历了连续两年行业大年，当前板块个股业绩基数较高，2021 年业绩分化大概率将加剧，也将使得基本面这一因素对股价表现的影响更大，建议关注估值与基本面存在明显背离现象的个股。建议关注广发证券(000776，增持)、兴业证券(601377，未评级)。

3) 坚持龙头逻辑主线不变。我们认为 21 年仍然会是资本市场改革的大年，行业将持续享有长期的政策面利好，龙头券商将获得更加明显的政策红利倾斜，长期龙头逻辑日趋强化，也必然是板块的投资主线。建议重点关注华泰证券(601688，增持)、中信证券(600030，增持)、中金公司(601995，增持)、招商证券(600999，增持)。

## 5. 风险提示

1) 系统性风险对券商业绩与估值的压制，包含新冠疫情发展恶化对经济以及市场行情的负面影响超预期、中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期等系统性风险。

2) 监管超预期对券商业务形成冲击，一方面是对部分业务监管的收紧，另一方面是资本市场改革与开放进程低于预期水平。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券股份有限公司自营业务持有中信证券(600030)一定仓位！

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)